

2025 年 09 月 13 日

从纺锤策略看港股、创业板的机会

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

耿驰政（联系人）

weijixing@kysec.cn

gengchizheng@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790125050007

● 港股——慢牛型资产未来的补涨机会

近期市场对于“纺锤策略”的关注度较高，本质焦点在于能够兼具成长弹性与估值修复潜力的方向，当前来看港股与创业板均为具备此类特质的板块。港股近月涨幅相对 A 股强势宽基较缓，资产质量优良且分红回购积极，在慢牛格局下则具备补涨机会；而创业板凭借机构化特征明显，直接受益于中风险资产的收益回归以及居民 ETF 入市后的成长风格向龙头权重集中。

对于近期港股，其相较 A 股表现偏弱，主要受资金环境收紧、美联储降息预期推迟以及互联网龙头盈利承压等因素影响。但全球流动性环境有望在美联储宽松预期升温下逐步改善，叠加企业分红与回购力度增强，港股整体极低的估值将获得边际支撑；另一方面，AI 硬件与应用投资的加速使港股互联网板块具备业绩确定性与估值修复双重优势，成为外资增配的潜在重点方向。在此背景下，港股互联网、消费、医药及非银金融板块有望迎来配置机会。

相关研究报告

《游戏，下一个创新药——投资策略专题》-2025.9.12

《港股补涨契机中的资产掘金机会——投资策略专题》-2025.9.10

《机构关注度环比回升：基础化工、农林牧渔、家用电器——机构调研周跟踪》-2025.9.8

● 创业板发展史——市场对成长的追逐周期

以年线为镜，创业板指作为中国新兴产业的潮头，在各时代中成为成长主线的锚点与起点。纵观整个阶段，可以看到创业板在不同产业周期中表现出较为清晰的节奏特征：（1）创业板的启动往往依赖产业趋势/景气赛道的产生；（2）上涨过程中伴随权重的更迭；（3）保留估值/基本面增长底线，价格回到增长元年收盘价附近的同时，估值也回归对应区间。从行业权重演变来看，创业板在本轮呈现出明显的“多元共存”特征，除部分 AI 硬件的权重股外，新能源依然是中坚力量。因此创业板未来空间除 AI 产业的景气演变外，同样需要关注固态电池等需求增长问题，但在反内卷政策的加持下供给端修复也有望驱使板块估值上行。

● 投资思路——双轮驱动，坚守自我

行业配置“4+1”建议：

（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、恒生科技、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● 风险提示：宏观政策超预期；AI 应用公司业绩增速不及预期；历史不代表未来。

目 录

1、 港股——慢牛型资产未来的补涨机会	3
1.1、 港股相对 A 股补涨的契机或到来.....	3
1.2、 投资建议：重视港股互联网	5
2、 创业板——成长的优势	5
2.1、 创业板发展史——市场对成长的追逐周期.....	5
2.2、 本轮成分更迭并不彻底，但整体行业相对均衡化.....	6
3、 投资思路——双轮驱动，坚守自我	8
4、 风险提示	9

图表目录

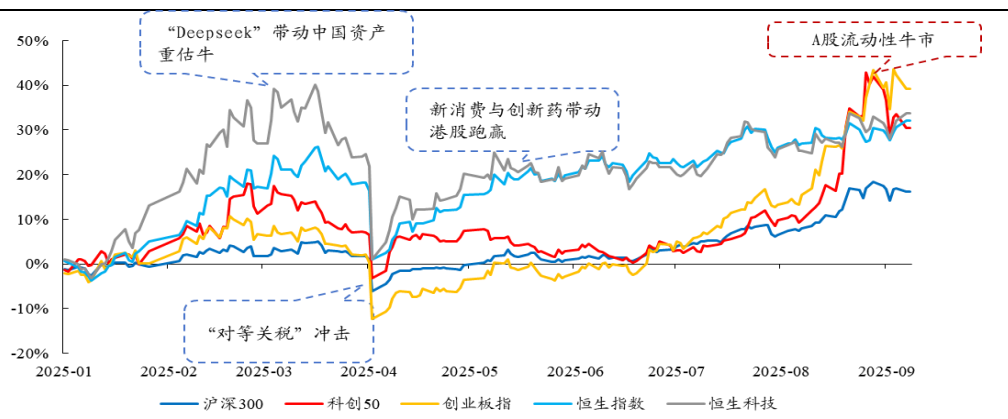
图 1： 2025 年 8-9 月行情中，港股跑输 A 股	3
图 2： 8 月美港利差逐步收窄	4
图 3： 根据甲骨文 FY 2026 Q1 财报，公司剩余履约义务（衡量尚未确认的合同收入的指标）同比增长 359%	5
图 4： 以年线为镜，创业板走势具有一定规律性.....	6
图 5： 信息技术与工业板块权重均衡	7
图 6： 本轮行情信息技术贡献较大涨幅	7
图 7： 全球半导体销售额视角下科技周期高位震荡.....	7
图 8： “双轮驱动”投资图谱.....	8

1、港股——慢牛型资产未来的补涨机会

近期市场对于“纺锤策略”的关注度较高，本质焦点在于能够兼具成长弹性与估值修复潜力的方向，当前来看港股与创业板均为具备此类特质的板块。**港股近月涨幅相对 A 股强势宽基较缓，资产质量优良且分红回购积极，在慢牛格局下则具备补涨机会；而创业板凭借机构化特征明显，直接受益于中风险资产的收益回归，我们此前于 9 月 3 日发布的《居民参与股市的生态变化：ETF》报告中提到居民入市资金方式变为 ETF 净流入后可能推动成长风格向龙头集中，扩散至中大盘成长，创业板当前为行业相对均衡的中大盘成长代表性宽基或相对受益。**

自 2025 年“对等关税”冲击至今，港股呈现“健康的”温和震荡上行行情，但相较 A 股的相对收益明显趋弱，核心或在于以下三方面原因：（1）8 月金管局持续收紧资金面，3 个月 HIBOR 由 2025 年 08 月初的 1.62% 升至月末的 3.30%，上行约 168bp，1 个月 HIBOR 则由 0.99% 升至 3.30%，上行约 230bp，直接压制部分杠杆资金的融资成本；（2）海外 7 月降息预期落空，美联储宽松预期推迟至 9 月，6 月非农就业整体仍显韧性，失业率下行强化了“经济尚未显著转弱”的判断，导致降息交易回撤，美债利率上行，全球流动性改善节奏推迟；（3）以“美团、阿里和京东”为代表的互联网电商平台内卷式竞争加剧压制盈利预期，而 A 股凭借 AI 等产业链与核心宽基的赚钱效应快速扩散，形成流动性驱动的行市，进一步放大了港股与 A 股之间的表现差距。

图1：2025 年 8-9 月行情中，港股跑输 A 股

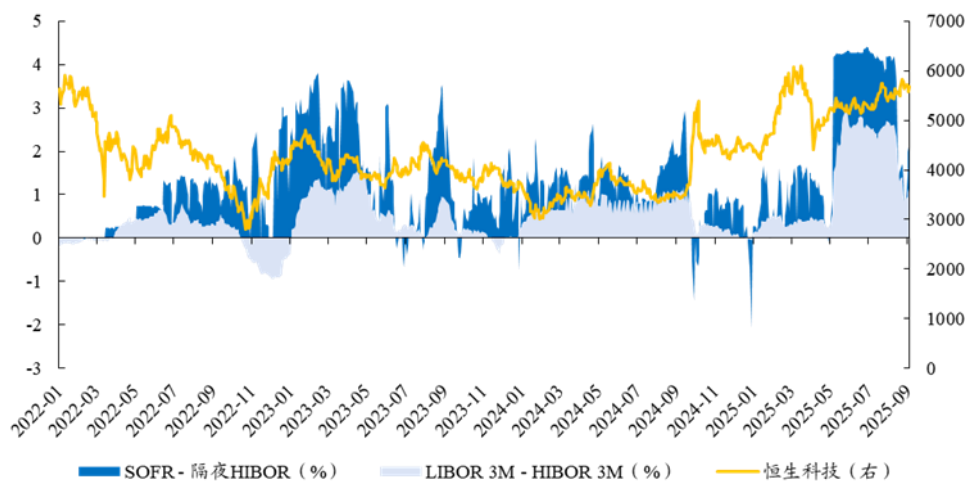


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、港股相对 A 股补涨的契机或到来

当前 A 股逐步进入上涨后的估值消化阶段，港股的相对优势开始逐步凸显：

（1）从流动性角度看，杰克逊霍尔会议上鲍威尔释放了更偏鸽派的信号，显示货币政策可能进入宽松周期，叠加非农数据大幅下修（截至 2025 年 3 月的一年间非农就业人数下调 91.1 万），强化了市场对美联储降息的预期。降息交易升温的背景下，全球投资者或将重新评估各市场的相对吸引力，若部分资金流入港股，或对港股估值形成支撑。

图2：8月美港利差逐步收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）从产业投资与赚钱效应角度看，资金正在寻找 AI 硬件与应用的“出口”，而港股互联网板块正处于潜在受益位置。阿里巴巴持续加大对 AI 芯片的自研投入，强化在核心算力环节的话语权；与此同时，海外甲骨文在盘后公布的 AI 云业务指引超预期，其 2026 财年一季度剩余履约义务总额高达 4550 亿美元，同比大幅增长 359%，不仅体现了全球客户在 AI 与云服务方面的需求增加，也显示了头部科技企业在合同执行与未来收入来源上的强劲确定性。这一趋势印证了 AI 驱动的新一轮科技周期已进入兑现阶段。结合潜在的 AI 应用端叙事，港股互联网正逐渐具备资金吸引力，有望成为下一阶段配置的重点方向。

图3：根据甲骨文 FY 2026 Q1 财报，公司剩余履约义务（衡量尚未确认的合同收入的指标）同比增长 359%

维度	数据/内容	亮点/解读
股价表现	财报后盘后股价大涨27%，2025年累计上涨45%	市场聚焦云业务前景，股价接近历史最佳单日涨幅
盈利	EPS: 1.47美元（低于预期 1.48美元）	略低于预期
营收	149.3亿美元（预期150.4亿美元），同比+12%	略低于预期，但保持两位数增长
净利润	29.3亿美元，基本持平	盈利能力稳定
云基础设施收入	33亿美元，同比+55%（Q4增速52%）	AI 带动持续高增长
未来指引	FY2026云基础设施收入180亿美元，FY2030 达1440亿美元	远超市场预期，强化长期成长性
订单储备（RPO）	4550亿美元，同比+359%	创纪录，显示云合约爆发式增长
重大合作	与OpenAI签署4.5GW数据中心协议；Google Gemini AI入驻OCI	巩固在 AI 产业链的地位
新产品	将推出Oracle AI Database，可运行OpenAI等模型	加强数据库与AI深度结合
资本开支	新财年CAPEX约350亿美元，同比+65%	加速云基础设施扩张
市场地位对比	微软Azure年营收750亿美元，亚马逊AWS近1120亿美元	Oracle基数小但增速远高于同行
管理层表态	Ellison：与CEO乃至国家元首直接对话，AI战略地位极高	强调AI带动战略升级

资料来源：CNBC、开源证券研究所

1.2、投资建议：重视港股互联网

随着 A 股进入估值消化阶段，美联储宽松预期升温为港股估值提供边际支撑，港股优质资产的相对优势有望逐步显现。其中，港股互联网板块具备两大亮点：其一，自研 AI 芯片与云业务扩张不断强化业绩确定性；其二，当前估值处于修复区间，具备吸引增量资金的潜力。在此基础上，港股整体估值极低、资产质量优良，同时企业分红和回购力度增强，叠加外部流动性环境逐步宽松，主动外资有望开始转为流入。建议在这一阶段重视港股互联网、港股消费、医药以及弹性较强的非银金融板块，把握盈利弹性与估值修复带来的双重收益空间。

2、创业板——成长的优势

2.1、创业板发展史——市场对成长的追逐周期

以年线为镜，创业板指作为中国新兴产业的潮头，在各时代中成为成长主线的锚点与起点。

2013-2015 年移动互联网时代中，创业板指第一次“出圈”。移动互联网与 4G 的落地，叠加经济转型与“互联网+”政策的持续推进，使创业板成为新兴产业聚集的核心舞台。彼时传统行业盈利承压，资金自然寻求更高成长性的方向。轻资产、高弹性的中小市值公司，凭借商业模式的扩张速度与对新需求的快速响应，集中吸引市场关注。产业成长预期与盈利兑现的节奏错位环境下，创业板 2016 年开始进入长达 3 年的出清。与此同时，国内外货币环境的边际收紧、监管环境的变化，使得

资金的流动性支持逐步减弱。此前推动市场上行的产业预期与流动性共振难以持续，价格走势逐渐进入回调与出清阶段。也正是在这一轮充分出清之后，创业板重新具备孕育新一轮产业周期的条件。

2019-2021 年，创业板迎来第二轮上行期。新能源、创新药、5G、半导体等新兴行业进入高景气周期，产业升级的方向愈发明确，市场风格也逐渐由早期的“广泛追逐成长”转向“聚焦高质量成长”。资金集中流向具备盈利能力与成长确定性的龙头企业，尤其是新能源和半导体等硬科技板块，显示出市场对技术创新与产业升级的深度认可。与此前一轮不同，这一时期大市值公司不仅保持了稳健表现，还获得了显著估值提升，预示着投资风格正从单纯的成长溢价向“价值+成长并重”转变。2022 年开始，创业板进入了新一轮的价值回归，持续约两年，并在出清过程中逐步回落至 2019 年的收盘水平。

图4：以年线为镜，创业板走势具有一定规律性



数据来源：Wind、开源证券研究所

纵观整个阶段，可以看到创业板在不同产业周期中表现出较为清晰的节奏特征：

- (1) 创业板的启动往往依赖产业趋势/景气赛道的产生；
- (2) 上涨过程中伴随权重的更迭；

(3) 保留估值/基本面增长底线，价格回到增长元年收盘价附近的同时，估值也回归对应区间。如互联网时代从 30 倍左右 PE 加速，最终出清后回到 30 倍左右。新能源时代由于是周期制造业公司为主，估值回落后应用 PB 思考问题，会发现从 3.5 倍左右 PB 启动后最终回到此位置附近。

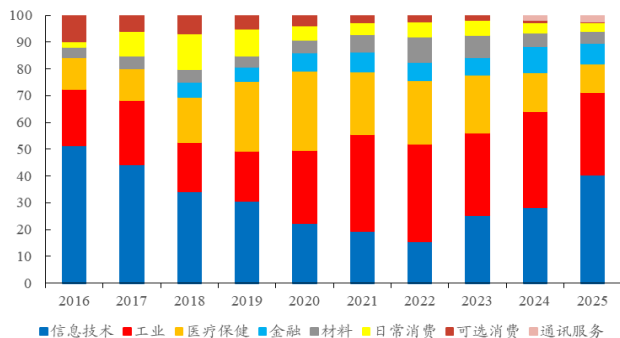
2.2、本轮成分更迭并不彻底，但整体行业相对均衡化

从行业权重演变来看，创业板在近几年呈现出明显的“多元共存”特征。2016 年信息技术在指数中占比高达 51.3%，但此后逐年下降，到 2022 年仅剩 15.6%。随着 AI 与算力周期的兴起，这一占比在 2025 年重新回升至 40.4%，显示出人工智能、光通信及相关算力链条的重新抬升作用。然而，与 2013-2015 年那种信息技术“一枝独秀”不同，本轮权重上升更为平缓。从 2021 年至 2025 年，工业占比稳定在 30-36% 左右，新能源产业链（光伏、新能源车、储能）依然是市场的中坚力量，医疗保健占比维持在 10-23% 区间。这意味着 AI 带来科技权重回升，但并未形成对其他行业的“压倒式替代”，反而强化了新能源与硬科技之间的分流格局。

从个股贡献角度看，从 8 月 1 日开始，截止到 9 月 10 日，本轮上涨的前十家公司合计贡献超过 36%，其中光通信（新易盛 148.2% 涨幅贡献 10.1%、中际旭创

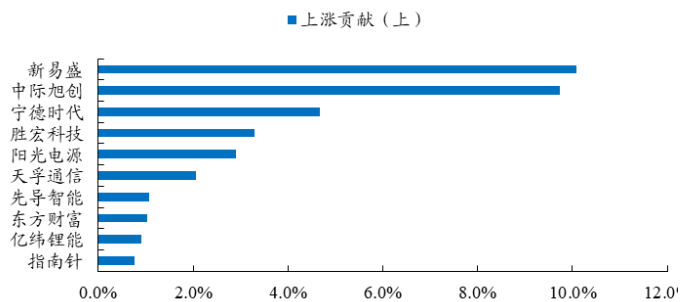
146.3%/9.7%、天孚通信 110.3%/2.1%) 和 PCB (胜宏科技 93.1%/3.3%) 合计贡献已超过 25%，凸显了算力和高端制造在这一阶段的核心驱动力。与 2019-2021 年以新能源和医药为主线，或 2013-2015 年以移动互联网为代表的周期相比，本轮行情中创业板对新兴产业的代表性已明显减弱。随着科创板和北交所的设立，部分前沿科技题材和估值溢价开始在新市场中孕育和释放，创业板不再是唯一的“新兴产业风向标”。创业板正逐步形成一个更具稳定性和持续性的成长板块格局，而下一轮全新的产业周期或许会更多在科创 50 和北交所中被率先捕捉。

图5：信息技术与工业板块权重均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

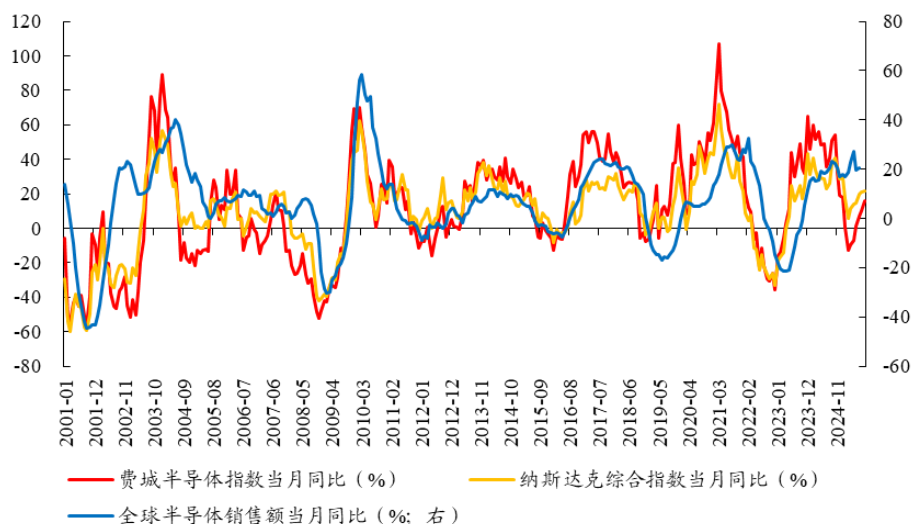
图6：本轮行情信息技术贡献较大涨幅



数据来源：Wind、开源证券研究所

在全球半导体周期共振向上的环境下，科技大类的机会层出不穷。AI 的估值空间最终取决于全球科技周期的强度，但目前 GPU 带来的需求增量能否超越上一轮由苹果耳机与汽车电子驱动的周期强度仍有待验证，不过当前周期角度看并未走完。广谱反内卷下锂电、光伏的供给侧有望改善，和 AI 硬件一样，锂电和光伏同样存在海外映射的估值修复逻辑。固态电池能否带动第二增长曲线或是核心。

图7：全球半导体销售额视角下科技周期高位震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资思路——双轮驱动，坚守自我

港股在慢牛格局中具备估值修复与补涨的潜力，创业板则凭借机构化特征和高弹性在成长周期中持续展现超额收益，这两类市场共同凸显出当下结构性机会的重要性：**投资上更需注重结构重于全局**。当下配置的核心思路：（1）市场双轮驱动，科技为先；（2）选行业或将比选股更重要，未来行业间的分化或将会远大于历史经验值。

行业配置“4+1”建议：

（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、港股互联网、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

图8：“双轮驱动”投资图谱



资料来源：开源证券研究所

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn